



Les banques centrales n'entendent pas sortir l'artillerie lourde !

Après deux mois de hausse des marchés actions, mars s'est ouvert sur **une semaine de consolidation**. On observe que **les marchés américains, qui avaient mené la hausse, ont reculé plus fortement** (-2,2% pour le S&P 500 et -2,5% pour le Nasdaq) que la plupart des autres marchés. En particulier, ils se sont dépréciés un petit peu chaque jour, un signe d'essoufflement de la tendance haussière de 2019. On ne peut donc pas imputer la baisse à une nouvelle économique particulière, ce qui **dédouane le rapport sur l'emploi publié le 8 mars**. La faiblesse des créations d'emplois sur le mois de février relève davantage d'une simple correction, après un chiffre de janvier exceptionnel, que d'un réel accident de parcours (comme indiqué dans le FideasFlash de vendredi "Emploi US: ça va, ça vient"). D'ailleurs, les tendances lourdes sont confirmées, aussi bien à la baisse pour le taux de chômage (3,8% en février) qu'à l'accélération lente pour les salaires (+3,4% sur un an, au plus haut depuis 2008).

Dans ce contexte, l'assouplissement de la position de la Fed semble moins urgent et les marchés pourraient être déçus par les prévisions et les commentaires qui accompagneront la réunion du FOMC des 19 et 20 mars. L'économie résiste, mais **les incertitudes politiques demeurent**. Les progrès dans les discussions commerciales avec la Chine sont très lents, mais l'essentiel est qu'ils persistent.

En ce qui concerne la Chine, le fort recul du vendredi 8 mars (-4,40% pour l'indice "A Shares") a été imputé à **la baisse des exportations chinoises de près de 21% sur un an en février** (après un gain de 9% en janvier). Mais ce chiffre doit être relativisé, car en février 2018 ces mêmes exportations avaient gagné près de 44% sur l'année précédente. Les données de janvier et février subissent des distorsions car le nouvel an chinois n'a pas lieu à la même date chaque année, il conviendrait de ne porter un jugement que sur le trimestre dans son ensemble. Ce qui n'empêche pas que l'on puisse remettre en doute la véracité des données économiques chinoises, comme de l'ensemble des discours des autorités de ce pays.

Autre domaine où l'incertitude politique non seulement demeure, mais domine, **le Brexit**. A 18 jours de l'échéance (fixée au 29 mars depuis l'activation de l'article 50 par Mme May), **tous les scénarios restent possibles !** L'accord signé en novembre sera sans doute une nouvelle fois rejeté par les Communes mardi soir. Même s'il devait être ratifié, une nouvelle période de négociations et donc d'incertitude d'au moins 21 mois s'ouvrirait. En cas de rejet, l'option d'une sortie sans accord le lendemain serait très certainement également refusée par Westminster. Reste **la demande d'un report de la date fatidique**, laquelle va se heurter d'une part à la date prévue pour les élections européennes, le 26 mai (ce qui pose un problème juridique) et, d'autre part, à l'incertitude politique quant à l'acceptation d'un tel report. Un report exigerait non seulement l'aval de Bruxelles, probable au moins pour 2 ou 3 mois, mais aussi de chacun des gouvernements nationaux. Or, on ne peut exclure qu'un ou plusieurs pays se saisissent de cette occasion pour tenter d'arracher in extremis des

concessions, de Londres ou de Bruxelles, soit sur le Brexit, soit sur n'importe quelle autre question européenne.

Le risque d' "**un Brexit par accident**" dès le 29 mars n'est donc pas tout à fait nul, malgré le probable désaccord britannique. Mais l'optimisme qui règne sur les marchés financiers londoniens suggère plutôt que l'on y parie sur **un retrait pur et simple de l'article 50**, au risque de créer un schisme entre les politiciens et les électeurs avant de redonner la parole à ces derniers, d'une façon (référendum) ou d'une autre (législatives anticipées).

En zone euro, le rallye des marchés obligataires est l'événement de la semaine sur les marchés. Le rendement du Bund 10 ans est ainsi tombé à 0,05%, son plus bas depuis octobre 2016, idem pour le rendement de l'OAT 10 ans à 0,40%. Au contraire des Etats-Unis, voire du Royaume-Uni, le ralentissement économique est indéniable en zone euro. Il a été sanctionné par les sévères révisions en baisse des prévisions de la BCE, tant sur la croissance (en 2019) que sur l'inflation (sur la période 2019-2021). Elle en a tiré des conclusions en présentant de nouvelles mesures de politique monétaire. A étudier de près ces annonces, cf. FideasFlash du jeudi 7 "La BCE en trompe l'œil", **l'objectif premier est de restaurer le fonctionnement du marché interbancaire** en zone euro. Les banques qui ont des liquidités inemployées continueront à subir un prélèvement de 0,40% l'an plus longtemps qu'attendu, au moins jusqu'à l'an prochain, et celles qui ont besoin de ressources pourront moins facilement se reposer sur la BCE, du fait de TLTRO III moins généreux que les précédents. Les banques commerciales sont incitées, pour maintenir ou améliorer leur rentabilité, à prendre des risques accrus... ce que leur cours de bourse n'a guère apprécié.

Pour juger du succès de cette politique ce ne sont donc pas les montants des TLTRO III qui importeront, mais **la diminution des encours de liquidités excédentaires** déposées sur les comptes consolidés du SEBC (le Système Européen de Banques Centrales). Ils se montent, depuis fin 2017, à 2 000 milliards d'euros environ, dont à peine 130 milliards au titre des réserves obligatoires. Au cours des trimestres à venir on recherchera, pour juger du succès de la politique monétaire, une hausse des volumes échangés sur le marché monétaire, à très court terme, mais aussi sur des horizons plus longs. Dans l'idéal cela devrait s'accompagner d'**une baisse des balances "Target"** (les montants que les différentes Banques Centrales du SEBC se doivent entre elles). Le repli des taux de repo sur les titres éligibles, et notamment les emprunts d'état les plus sûrs serait un autre indice de succès. Dans ce cas un effet secondaire pourrait être une légère remontée des rendements de ces titres, la possibilité de les prêter cher étant, pour certains investisseurs, une des raisons d'en acquiescer.

En conclusion, ce n'est pas que les banques centrales soient désarmées, mais plutôt qu'elles ont choisi de rester l'arme au pied en attendant que l'horizon économique et politique se précise. En cas de problème, les marchés pourront toujours compter sur le secours de la cavalerie !

Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 12/03/19 à 11h00